

原油安に続く鬼門 ECB量的緩和が生むユーロ安の衝撃

編集委員 清水功哉

2015/1/19 7:00 | 日本経済新聞 電子版

欧州中央銀行(ECB)が、デフレリスク解消に向けていよいよ量的緩和を実施しそうだ。今週22日の理事会で国債の大量購入に関する何らかの決定を下す公算が大きい。量的緩和の経済刺激効果には疑問も根強いが、外国為替市場でユーロ安圧力を生みそうな点には異論が少ない。すでに有力市場関係者の中で、ユーロ相場が1ユーロ=1ドルのパリティ(等価)まで下がるとの見通しが出始めた。対ドルでパリティになると対円相場も下落し、ユーロ・円相場は2013年4月の日銀異次元緩和決定前まで戻りかねない。欧州関連銘柄を中心に日本の株価を下げる要因になりそうだ。原油安に続きユーロ安が鬼門になるシナリオに注意が必要だ。

■ドイツの反対を押し切る

かねて予想されていたECBの量的緩和だが、7日公表の2014年12月ユーロ圏消費者物価指数が、前年同月比0.2%下落とマイナスに転じたことで、早期実施シナリオが支配的になった。欧州司法裁判所の法務官が14日、南欧など重債務国の国債をECBが購入することについて「合法」としたことも、量的緩和実施への追い風となった。ドイツなど一部の国に慎重論が残るものの、ドラギECB総裁は反対を押し切って前に進む構えだ。



ドラギECB総裁=AP

スイスの中央銀行が15日、スイスフラン相場の対ユーロ相場上昇を抑える無制限介入政策をやめたのも、ECBの量的緩和実施が確実視されるようになってきたためだろう。量的緩和によるユーロ安圧力の強まりが見込まれるなか、無制限介入を続けることに無理があるという判断だ。スイス中銀の決定を受けたユーロ安・円高が日本の株価下落をもたらしたように、ECBの量的緩和は早くも日本の市場の波乱要因になりつつある。

ユーロ圏は米国と並ぶ巨大経済圏。その通貨の番人が思いきった行動に出るのだ。日本は、今から数年前、米連邦準備理事会(FRB)の量的緩和による円高圧力にさんざん苦しめられた。現在は日銀の巨額資金供給が「防波堤」になりうる。とはいえ、警戒感を持っておいた方がいい。

量的緩和の具体的な規模はどの程度なのか。中沢剛・三菱UFJモルガン・スタンレー証券シニア外債ストラテジストの見立てはこうだ。ECBの決定内容は「ユーロシステムのバランスシートを12年水準まで(1兆ユーロ程度)拡大する意図の再確認」となり、そのための

購入資産は国債や社債が中心。理事会の数週間後に開始すると読む。購入資産の柱となる国債に関しては、残存期間7年程度までのものを2年程度で5000億ユーロ程度買い取ると見ているという。

巨額の国債購入で長期金利をさらに下げ、(1)設備投資、個人消費など実体経済の刺激(2)株価など資産価格の押し上げ(3)ユーロ相場の押し下げ——という3つを通じて物価に上げ圧力を加えるのが、ECBのもくろみだろう。だが疑問がある。どの国の債券を買うかの比率は「各国のECBへの出資比率に比例したものになるだろう」(中沢氏)という。そうすると、どうしてもドイツなどの国債が中心となる(独仏伊とスペイン、オランダで8割程度を占めそうだ)。しかしドイツなどの長期金利はすでにかかなり低く、下げ余地は限られる。となると前述の経路は機能するのかが問題になるのだ。



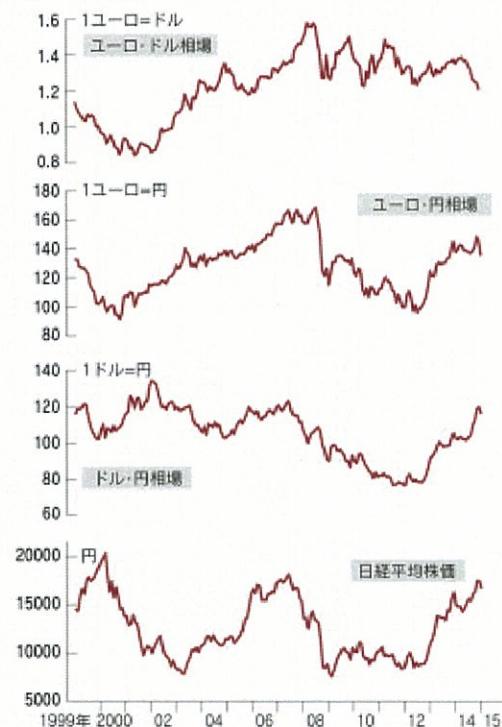
対ドルよりも対ユーロでの円高が目立つ＝AP

■ユーロ安という結果だけは生みそう

だが、仮に長期金利があまり下がらなくても、上記の(3)のユーロ安だけは進む可能性がある。為替市場では中央銀行のバランスシートが拡大している通貨は売りという「理論」がそれなりの支持を得ているからだ。従って、量的緩和が実体経済を刺激するかはともかく、ユーロ安という結果だけは生む可能性が高い。一方でFRBが今年半ばにも利上げする可能性が指摘され、ドル高圧力もかかりやすい。このため、2002年以来となるユーロ・ドル相場のパリティを予想する声が出てくるのだ。

昨夏まで1ユーロ＝1.3ドル台を維持していたユーロの対ドル相場は、今や1.15ドル台まで下落してきた。約11年ぶりの安値圏にある。9日付ブルームバーグによれば、約50人のアナリストを対象にした調査でゴールドマン・サックス、INGグループ、ABNアムロ、シティグループの4社のアナリストが16年末までのパリティ実現を予想しているという。少数派ではあるが、いずれも有力な金融機関だ。

「16年末まで」だから2年先になることもありうるわけだが、上述の通り今やユーロは1.15ドル台まで売られている。パリティ実現がもっと前になる可能性だって否定はできない。問題は、パリティに向けてユーロ安・ドル高が進んだときのユーロ・円相場。もちろん、日米の金融政策も逆方向を向きそ



うなことを考慮すれば、今後円安・ドル高も一段と進む可能性はあり、仮に1ドル=130円くらいになればパリティ実現時のユーロ・円相場も1ユーロ=130円程度。昨年12月に1ユーロ=150円近くまで下落していた円の対ユーロ相場は、15日のスイス中銀の決定を受けて足元で136円程度まで上がってきている。130円程度であれば現時点とあまり大きな差はない。

■異次元緩和前に逆戻り？

ただ、「安全通貨」と目されている円は、地政学的リスクの顕在化など様々なショックが起きると買われやすい特徴がある。もし1ドル=120円前後といった今と似たようなドル・円相場になるなら、パリティ実現時のユーロ・円相場も1ユーロ=120円程度。日銀の異次元緩和決定前の水準に逆戻りしてしまうのだ。日銀の大胆な緩和による円安促進努力も、対ユーロ相場に関する限り水泡に帰すというわけだ。

仮にそこまで行かなくても、ECBの量的緩和によるユーロ安・円高の進行は、一部の自動車、電機、精密機器メーカーなど欧州売り上げ比率が高い日本企業の株式を中心に、売り材料になるだろう。そもそも日本企業にとって、ユーロ安はドル安に比べて対処しにくい性質を持つ。ドルの場合であれば、ドル建て製品輸出に対してドル建ての部品輸入などを増やすことで両者を均衡させて、輸出採算に対する為替変動の影響の中立化を狙う企業が増えている。一方、ドルほど普及していないユーロの場合、ユーロ建て輸出に対応させる形でユーロ建て輸入を増やし、為替変動の影響を和らげる対応は容易ではないのだ。

もちろん、欧州中銀の思い切った行動が日本を含む世界の株式市場に流動性相場をもたらす可能性はある。とはいえ、ユーロ安・円高に関して様々な懸念があるのも事実。日本経済だけでなく日銀の金融政策運営にとっても「欧州量的緩和ファクター」は軽視できないものになりそうだ。

NIKKEI Copyright © 2015 Nikkei Inc. All rights reserved.

本サービスに関する知的財産権その他一切の権利は、日本経済新聞社またはその情報提供者に帰属します。また、本サービスに掲載の記事・写真等の無断複製・転載を禁じます。